

المعهد العربي للتخطيط بالكويت
Arab Planning Institute - Kuwait
منظمة عربية مستقلة



فعالية أسواق الأسهم العربية

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية
العدد التاسع والثمانون - يناير/ كانون الثاني 2010 - السنة التاسعة

أهداف «جسر التنمية»

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطاً أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. كذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم وللمساءلة.

وتأتي سلسلة «جسر التنمية» في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط بالكويت على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدم والإزدهار لأمتنا العربية،،،

د. عيسى محمد الغزالي
مدير عام المعهد العربي للتخطيط بالكويت

المحتويات

فعالية أسواق الأسهم العربية

إعداد : د. إبراهيم أونور

أولاً : مقدمة

تلعب أسواق الأسهم دوراً أساسياً في توزيع مدخرات القطاع الخاص بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، وبالتالي فإنها تعتبر واحدة من أهم القنوات التي توفر الاحتياجات التمويلية للمنشآت الاقتصادية بأقل تكلفة وبأقل مخاطر تمويل. تعرف مهمة توزيع الموارد المالية للقطاعات الإنتاجية بالتخصيص الأمثل للموارد، ولا تتوفر هذه المهمة إلا عند توفر بعض المتطلبات التي تضمن فعالية سوق الأسهم. ومن أهم متطلبات فاعلية أسواق الأسهم في أداء دورها في التخصيص الأمثل للموارد، فعالية الأطر التنظيمية والرقابية ، وتوفر معايير الإفصاح والشفافية، التي تسهم بدورها في تعزيز كفاءة سوق الأسهم.

إنطلاقاً من هذه الرؤية، فإن هذا العدد يهدف إلى استكشاف الأطر التنظيمية ومعايير الشفافية في أسواق الأسهم العربية، لمعرفة أدائها من حيث الكفاءة، بحكم أن الكفاءة هي انعكاس لمعايير الشفافية المتضمنة في أطرها التنظيمية. تتكون بقية العدد من أربعة أجزاء، في الجزء ثانياً سيتم تناول الأطر التنظيمية والمؤسسية، وفي الجزء الثالث سيتم التركيز على معايير الشفافية والإفصاح، وفي الجزء الرابع سيتم استعراض مستوى كفاءة أسواق الأسهم العربية. ويقوم الجزء الأخير من العدد بتلخيص النتائج وتقديم بعض التوصيات.

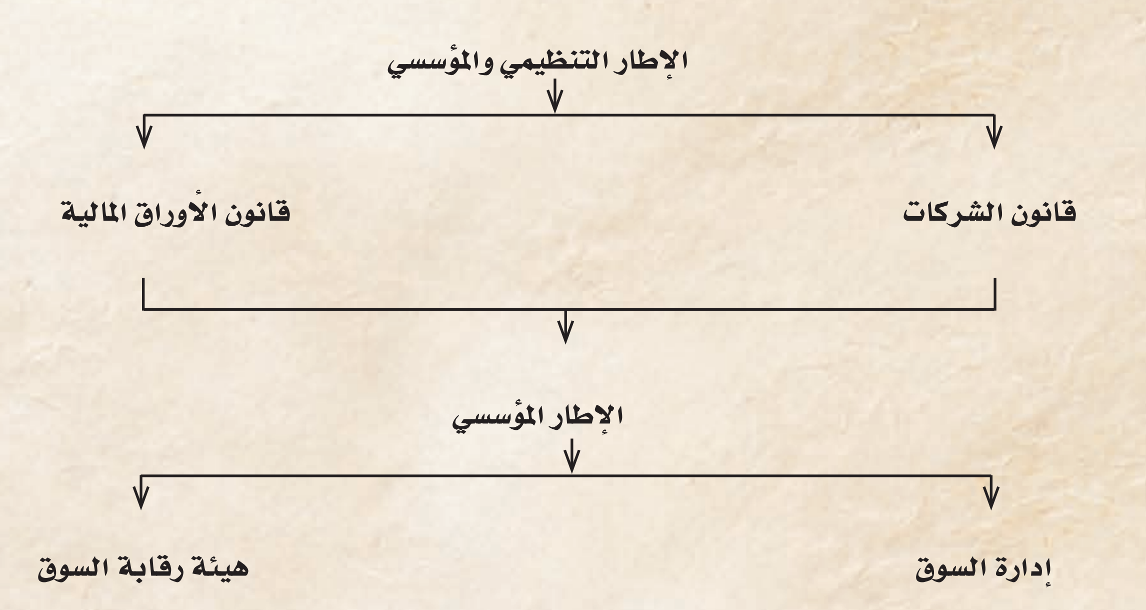
ثانياً : الإطار التنظيمي والمؤسسي

توطئة لمناقشة الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق الأسهم، فإنه ينبغي ملاحظة أن هناك عدة أشكال قانونية للشركات، منها الشركات العائلية التي تدار بشكل شخصي، وهي الأبسط بين أشكال الشركات، إذ تتحمل الجهة المالكة مسؤولية الديون والضرائب وكذلك تنظيم الحسابات. ومن الأشكال الأخرى للشركات، شركات المساهمة المحدودة التي يتحمل فيها شخص أو أشخاص معلومون مسؤولية إدارة شؤون الشركة وبقية الأعضاء فقط بالمساهمة في رأسمال الشركة، دون تحمل أي مسئولية عن إدارة الشركة. أما في شركات المساهمة العامة فإن الأموال الموظفة في رأسمال الشركة تتحدد بحيث لا تقل عن حد أدنى معين، ويتم توزيع هذه الأموال بين الأعضاء في شكل أسهم، ولا يتحمل مالكوا الأسهم أي مسؤولية سوى المخاطرة بأموالهم المتمثلة في فقدان قيمة الأسهم في حال إفلاس الشركة.

على أساس من هذا الفهم، تتضمن الأطر التنظيمية لأسواق المال العربية قانون الشركات وقانون الأوراق المالية (الشكل (1)). يتناول قانون الشركات الأشكال القانونية للشركات ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها من العمل وتصفيتها.

من أهم شروط إدراج الشركات في أسواق الأسهم العربية أن تكون شركات مساهمة عامة، لأن أهم ما يميز الوضع القانوني لهذا النوع من الشركات إستيفاءها لحد أدنى محدد لعدد المساهمين في تأسيس الشركة. إن الهدف من ذلك هو ضمان توسيع قاعدة المساهمين في ملكية الشركة، وذلك لضمان المتاجرة والتداول في سهم الشركة بين أكبر عدد من المستثمرين في السوق، الأمر الذي يعزز من تطور السوق ونشاطه.

الشكل (1): الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق المال



لذلك تخصص العديد من الدول العربية حوافز ضريبية أو حوافز أخرى لتشجيع الشركات الفردية وشركات المساهمة المحدودة للتحول إلى شركات مساهمة عامة.

أما في ما يتعلق بقوانين الأوراق المالية في الأسواق العربية، فيلاحظ أنها تشتمل على أحكام وشروط متطلبات العضوية في البورصة، وأحكام عن إدراج وإلغاء الإدراج للأوراق المالية في البورصة، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام عن تنظيم أنشطة الوسطاء، وأحكام تداول الأوراق المالية، وتعليمات عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، ومتطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام المخالفات والعقوبات. ويتضمن القانون في الأسواق التي تنفصل فيها مهام هيئة سوق المال عن إدارة الرقابة للبورصة بنوداً عن صلاحيات ومهام هيئة سوق المال وإدارة البورصة، بحكم أن الهيئة معنية بتنفيذ الإطار التنظيمي والرقابي للبورصة وإدارتها بالإطار الإشرافي والتنفيذي لأحكام نظام السوق ولوائحه.

هذا ما كان من أمر الإطار التنظيمي. أما الإطار المؤسسي، فيتكون من كل من إدارة السوق وهيئته، كما في التفاصيل التالية:

1. إدارة السوق: يدار سوق المال في معظم الدول العربية من مجلس إدارة يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق، ومن أهم مهام هذا المجلس رفع التوصيات والمقترحات بشأن اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، ويشمل ذلك:

- شرط إدراج وتداول الأوراق المالية.
- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة المالية، والضمانات المالية المطلوبة، معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق وموظفيهم وأعضاء مجلس الإدارة، والمدير التنفيذي للسوق، الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق كل من يخالف هذه المعايير.
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم.
- شروط ومتطلبات عضوية السوق.

وفي سبيل تحقيق الأهداف الموضحة أعلاه، هناك خمس إدارات أساسية تكون الإطار المؤسسي للسوق، وهي إدارة إيداع الأوراق المالية، إدارة التراخيص والتفتيش، إدارة إجراءات الشركات، إدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة.

في ما يلي توضيح لكل من هذه المهام:

(أ) إدارة إيداع الأوراق المالية: تهتم هذه الإدارة بمتابعة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة ونقلها وتسويتها ومقاصاتها وتسجيل ملكيتها. وفي بعض الأسواق العربية تقوم شركة بهذه المهام.

(ب) إدارة التراخيص والتفتيش: تتولى هذه الإدارة مهام التراخيص والتفتيش ودراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية، التي تمارس عملها في السوق وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية، إضافة إلى أنشطة أخرى تصنفها هيئة السوق بأنها من الأنشطة الواجب الترخيص لها قبل مزاولتها، كما تتولى هذه الإدارة التأكد من التزام الجهات المرخص لها بنظام السوق المالية ولوائح هيئة السوق وقواعدها.

(ج) إدارة متابعة إجراءات الشركات: تهتم هذه الإدارة بمتابعة إجراءات الشركات في ما يخص طلبات طرح وإدراج أوراق مالية في البورصة، وتعمل مع مصدري الأوراق المالية ومستشاريهم الماليين لاستكمال المستندات اللازمة للطرح والإدراج والاندماج.

(د) إدارة المتابعة والتنفيذ: من أهم مهام هذه الإدارة تلقي الشكاوي من المتعاملين والمستثمرين في السوق والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة التي تنشأ بين الأطراف المشاركة في تداول الأوراق المالية، كما تهتم هذه الإدارة بمتابعة تنفيذ نظام السوق المالي واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه، والنظر في أي مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام والتعليمات واللوائح واقتراح الغرامات والعقوبات المناسبة على المخالفين في السوق للنظر في تطبيقها من مجلس هيئة السوق ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

(هـ) إدارة الإشراف والرقابة: تُعنى بمتابعة عمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق، وتتولى كذلك التأكد من إيفاء الشركات المدرجة بشروط وضوابط الإفصاح المستمر، ومراقبة شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها المالية على الوفاء بالتزاماتها المالية للمستثمرين.

تتولى هيئة سوق المال مهام الإشراف على تنظيم وتطوير السوق.

2. هيئة سوق المال: بموجب بعض الأنظمة في أسواق المال العربية فإن هيئة سوق المال تتولى مهام الإشراف على تنظيم وتطوير السوق، إصدار القواعد واللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية. تعتبر هيئة السوق في الدول العربية جهة حكومية ذات استقلال إداري وترتبط مباشرة بأعلى سلطة في الدولة كمجلس الوزراء. يدير الهيئة مجلس يتكون من أعضاء متفرغين يتم تعيينهم بقرار صادر من أعلى سلطة تنفيذية كرئيس الدولة. ويحظر على أعضاء مجلس الهيئة وموظفيها ممارسة أي مهنة أو عمل آخر، بما في ذلك شغل منصب أو وظيفة في أي شركة، أو في الحكومة أو المؤسسات العامة أو الخاصة، كما يحظر عليهم تقديم المشورة للشركات والمؤسسات الخاصة.

بحكم أن معايير الشفافية هي جزء من القانون أو لوائح تفصيلية من القانون، إلا أن كفاءة أسواق المال تعتبر المحصلة النهائية للإطار التطبيقي للقوانين واللوائح الخاصة بالأسواق المالية.

تشرف في الوقت الحاضر هيئات مستقلة إدارياً لكل الأسواق العربية ما عدا أسواق كل من البحرين، الكويت، بيروت والخرطوم للأوراق المالية، حيث تقع مسئولية مهام الإشراف والرقابة في هذه الأسواق على إدارة السوق.

ثالثاً: الإفصاح والشفافية

على الرغم من اعتماد معايير الشفافية في أسواق المال على وجود إطار تنظيمي ورقابي فاعل يغطي كل جوانب المعاملات والمتعاملين في الأسواق، بحكم أن معايير الشفافية هي جزء من القانون أو لوائح تفصيلية منه، إلا أن كفاءة أسواق المال تعتبر المحصلة النهائية للإطار التطبيقي للقوانين واللوائح الخاصة بالأسواق المالية. وعموماً تتضمن أهم الآليات لتوفير الشفافية في أسواق المال على الآتي:

1. التأكد من فعالية متطلبات الإدراج وشفافيتها وقواعد التداول، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق، بحيث يسهم كل ذلك في كفاءة أداء هذه الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومة الصحيحة في أوقاتها المناسبة.
2. توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة، من خلال مركز لإيداع الأوراق المالية. ويلاحظ في هذا الصدد أنه عادة ما يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء كل لصالح عميله، وتثبت بموجب قيود تدون في سجلات مركز لإيداع الأوراق المالية وفقاً لأحكام نظام السوق.
3. وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم، وتطبيقها وبما يتفق مع توفير الشفافية والكفاءة للسوق.
4. التأكد من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء، واتخاذ الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة المالية.
5. وضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية بخصوص حوكمة الشركات المدرجة في أسواق المال.
6. توفير سبل التداول الالكتروني، الذي يستوعب أكبر قدر من المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

معايير الشفافية الدولية لهيئات أسواق المال:

تُشرف المنظمة الدولية لهيئات سوق المال إيسكو (IOSCO) (وهي منظمة دولية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية) على تطوير مباديء أساسية تضمن شفافية التعامل في أسواق المال. ومن أهم أهداف هذه المنظمة: التعاون المشترك بين الأعضاء لتحقيق أعلى المستويات التنظيمية، لتحقيق كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية؛ وتوحيد الجهود لإرساء مستويات الرقابة الفعالة على المعاملات الدولية للأوراق المالية؛ تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل دعم تطور الأسواق المحلية؛ ودعم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب المعاملات في الأسواق المالية.

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة.

وقد أقرت المنظمة مجموعة من المباديء لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، التي تم وضعها على أساس تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية لحماية المستثمرين وهي: ضمان تحقق العدالة، وتحقق الكفاءة والشفافية، والتقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية. وتشتمل الهيئات العربية الأعضاء في منظمة أيسكو حتى فبراير 2009 على كل من تلك التي تمثل مصر، الامارات العربية المتحدة، سلطنة عمان، الأردن، البحرين،

المغرب، تونس، والجزائر. وفي إطار سعيها لتطوير معايير الشفافية، تركز منظمة الأيسكو أيضاً على تطوير معايير حوكمة الشركات في الأسواق الأعضاء في المنظمة.

وتهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق مع مراعاة مصالح العمل والعمال، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات وتنظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة. تؤكد هذه القواعد على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية، تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

تعتمد معايير حوكمة الشركات في تطبيق جانبها العملي على ركيزتين أساسيتين هما: الشفافية والوضوح. ويقصد بالشفافية الإفصاح المطلق عن مجموعة من الحقائق. وفي هذا الإطار، قامت منظمة الشفافية العالمية بوضع عناصر أساسية لمفهوم الشفافية، من ضمنها سهولة الحصول على المعلومة وتحمل المسئولية في الإفصاح عن الحقائق. أما مفهوم الوضوح فيعني إيضاح الحقائق وجميع مدلولاتها بإبراز المعلومات المتعلقة بأداء الشركات كما وردت في مختلف الوثائق الرسمية، والإيضاح الكامل لتلك المعلومات.

وبالنظر إلى حال المؤسسات المالية، خاصة البنوك في الدول العربية، فإنه يمكن ملاحظة أن معظمها لا يطبق معايير حوكمة الشركات سواء هيكلياً أو تنظيمياً.

وبالنظر إلى حال المؤسسات المالية، خاصة البنوك في الدول العربية، فإنه يمكن ملاحظة أن معظمها لا يطبق معايير حوكمة الشركات سواء هيكلياً أو تنظيمياً.

تشدد المعايير الدولية لحوكمة الشركات على الالتزام بالحوكمة الرشيدة، وهيكلة ومهام مجلس الإدارة، وبيئة وإجراءات الرقابة والشفافية والإفصاح، وأسلوب التعامل مع مالكي حصص الأقلية. ولا يقتصر الأمر على الشركات المدرجة فقط، بل على إدارة سوق الأوراق المالية من خلال إيجاد مؤشر لحوكمة الشركات المدرجة في البورصة على أساس مدى تطبيقها لمتطلبات الحوكمة الرشيدة.

وبالنظر إلى حال المؤسسات المالية خاصة البنوك في الدول العربية، فإنه يمكن ملاحظة أن معظمها لا يطبق معايير حوكمة الشركات، سواء هيكلياً أو تنظيمياً أو حتى تطبيق مباديء الشفافية والوضوح. وعند تفحص حال الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، يمكن ملاحظة أن التلاعب والفساد القانوني والإداري هما السمة البارزة في أنشطة هذه الشركات. ويتمثل التحدي الرئيسي أمام الأسواق العربية في ضرورة التعرف على المعايير العالمية المعتمدة في حوكمة الشركات، بغرض تطوير مجموعة من القواعد والقوانين، التي تتكيف وتتواءم مع البيئة التنظيمية والتجارية المحلية.

وبغرض دعم كفاءة وفعالية أسواق الأسهم، في ظل التطورات التقنية الماثلة التي شهدها العالم، خصوصاً في ما يتعلق بمجال الحاسبات الآلية، فقد تم تطوير نظام آلي للتداول في هذه الأسواق. وقد كانت هناك انعكاسات ملموسة على كفاءة أسواق الأسهم وتعزيز الشفافية فيها نتيجة تحويل عمليات التداول والمتاجرة في الأوراق المالية إلى النظام الآلي. فالنظام الآلي هو بمثابة مستودع يستقبل كل طلبات الشراء والبيع للأوراق المالية من شركات الوساطة المالية المسجلة بالسوق. عند تلقي أحد الوسطاء أمر شراء لسهم معين، فإنه يوكل الوسيط

أمر الشراء من خلال جهاز الكمبيوتر الخاص به المرتبط بالنظام الآلي الموجود في السوق. تتم موازنة أوامر البيع والشراء آلياً وفقاً للشروط المحددة في دفتر الأوامر المضمنة في النظام الآلي. عندما يتم موازنة أمر الشراء مع أمر البيع تتم إفادة الوسيط بتنفيذ العملية. لذلك يمكن القول بأن من أهم فوائد هذه الطريقة أنها تعزز كفاءة الأسواق من حيث الشفافية وسرعة التنفيذ لعمليات البيع والشراء مقارنة بالطرق التقليدية أو اليدوية، لانه يمكن موازنة سعر البيع، والكمية، ورصد الزمن الذي تمت فيه المتاجرة في فترة وجيزة. كذلك فإن من فوائد النظام الآلي أن السوق يمر عبر عدة مراحل للسماح بإجراء عدة أنشطة، منها تحديد سعر الافتتاح للسهم. لذلك يمكن ملاحظة أربع جلسات تجارية كل جلسة لها أوقات معينة، وهي جلسة قبل الافتتاح، وجلسة الافتتاح، والجلسة المستمرة، وجلسة الإقفال، ويمكن ملاحظة ما يلي حول هذه الجلسات:

1. جلسة ما قبل الافتتاح: في هذه الجلسة يتقبل النظام الآلي فقط أوامر البيع والشراء، حيث يسمح بتعديل الأوامر أو إلغائها، إلا أنه لا يتم تنفيذ اي عملية.

جلسة الافتتاح: يتم في هذه الجلسة احتساب سعر الافتتاح لكل سهم من الأسهم المدرجة في البورصة عن طريق النظام الآلي. كما يجري النظام أيضاً أثناء هذه الجلسة موازنة كميات العرض. يتم تحديد سعر الافتتاح بالنظام الآلي بتحديد النظام لأعلى سعر لأكبر كمية يمكن تنفيذها (أو موازنتها). عندما يكون هناك أكثر من سعر واحد تشترك في هذه الكمية يحدد السعر الأعلى كسعر الافتتاح. ويحدد الطلب بناء على أسعار الافتتاح.

2. الجلسة المستمرة: يسمح النظام في هذه الجلسة بإجراء عمليات المتاجرة، حيث يمكن للوسيط أن يعدل أمر الشراء أو البيع لأحد زبائنه، وفي هذه الحالة يفقد الزبون أولوية السعر نتيجة للتعديل.

3. جلسة الإقفال: وهي تمثل المرحلة الأخيرة حيث يحتسب النظام في هذه الجلسة سعر الإقفال لكل سهم، وهو آخر سعر تم تنفيذه للسهم المعني. لا يسمح للنظام بإدخال أوامر للبيع أو الشراء بعد جلسة الإقفال، ليبدأ في الساعات المحددة له في اليوم التالي.

ويلاحظ في الوقت الحاضر أن عمليات التداول في الأسواق العربية تتم بالأنظمة الآلية، وذلك باستثناء سوقي الخرطوم والجزائر اللذين يعملان بالطريقة اليدوية.

يعني مستوى الكفاءة الضعيفة عدم إمكانية التنبؤ بعوائد الاستثمار في السوق من خلال استخدام معلومات تاريخية سابقة عن اتجاهات أسعار الأسهم.

رابعاً: كفاءة أسواق المال

كما تمت الإشارة سابقاً، فإن معايير الشفافية لا تمثل غاية في حد ذاتها وإنما هي وسيلة لزيادة ثقة المستثمرين بأسواق المال، الأمر الذي يسهم بدوره في كفاءة هذه الأسواق. يبقى السؤال المهم، هو: لماذا الاهتمام بكفاءة أسواق المال عموماً؟ للإجابة على السؤال فإنه ينبغي إدراك أن كفاءة أسواق المال تضمن تحريك المدخرات الخاصة وفقاً لمتطلبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في الاقتصاد القومي. أو بمعنى آخر، كلما زادت كفاءة أسواق المال، كلما زادت كفاءة توزيع الاستثمارات بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، الأمر الذي يقلل من فرص توجيه الاستثمارات تجاه مضاربات وتوقعات غير مستندة إلى معلومات وبيانات صحيحة، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى ترشيد توزيع الموارد على مستوى الاقتصاد وزيادة الكفاءة الإنتاجية. تؤكد فرضية كفاءة سوق الأسهم ضرورة أن تعكس أسعار الأسهم في السوق كل المعلومات الخاصة بالسهم المعني. وهنالك ثلاثة مستويات لمفهوم كفاءة أسواق المال.

تضمن كفاءة أسواق المال تحريك المدخرات الخاصة وفقاً لمتطلبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في الاقتصاد القومي

أ. مستوى الكفاءة الضعيفة، الذي يعني عدم إمكانية التنبؤ بعوائد الاستثمار في السوق من خلال استخدام معلومات تاريخية سابقة عن اتجاهات أسعار الأسهم. ينفي هذا الفهم من الكفاءة وجود تقلبات نمطية لحركة أسعار الأسهم معلومة لدى البعض من المتعاملين في السوق، الأمر الذي يقلل من فرص حيازة البعض لمعلومات غير متوفرة للآخرين واستخدامها للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم.

ب. مستوى الكفاءة المتوسطة، يعني عدم إمكانية التنبؤ بمعدل تغير سعر السهم باستخدام بيانات أسعار السهم من الماضي، والمعلومات الأخرى المنشورة عن السهم. وفقاً لهذا الفهم، فإن المعلومات المطلوبة لتحديد مسار حركة سعر السهم في البيانات التاريخية عن السهم ليست كما هو الحال في مفهوم الكفاءة الضعيفة بل تشمل بقية المعلومات بما فيها تصريحات مسؤولي السوق ومعلومات عن أداء الاقتصاد القومي أو القطاع الذي تعمل فيه الشركة المصدرة للسهم، أو أي معلومات أخرى ذات صلة بالسهم شريطة أن تكون متاحة للجميع.

ج. مستوى الكفاءة القوية، يدل على عدم قدرة أحد على التنبؤ بعائد السهم (أو معدل تغير عائد السهم) باستخدام كل البيانات المتاحة بما فيها البيانات الخاصة التي قد لا تتوفر لكل المتعاملين في السوق. يحرص هذا الفهم من الكفاءة على عدم إمكانية أي جهة الاستفادة من أي نوع من المعلومات المتوفرة لديها لتحديد حركة أسعار الأسهم في السوق. تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن مستوى الكفاءة القوية يمثل صورة مثالية لأداء أسواق الأسهم، لكن في الواقع لا تتوفر حتى في الأسواق المتطورة، لأن حدوث التقلبات المفاجئة وانهيار أسواق المال وبعض الأسهم فيها لا يتسق مع مفهوم هذا النوع من الكفاءة.

في الواقع التطبيقي، عادة ما يتم التحقق من كفاءة أسواق الأسهم، بتحديد ما إذا كانت أسعار الأسهم في الماضي وفي الحاضر تمثل متنبأً جيداً لأسعار الأسهم في المستقبل. ويتأتى ذلك بوجود علاقة ارتباط ذاتي لأسعار الأسهم عبر الفترات الزمنية المتتالية.

توضح النتائج التطبيقية عدم كفاءة الأسواق المالية العربية حسب المفهوم الضعيف للكفاءة.

وفي هذا الصدد، تقوم الأدبيات التطبيقية المتخصصة بدراسة علاقة الارتباط بين أسعار الأسهم في مختلف الأسواق عبر الفترات الزمنية بواسطة منهجية الاقتصاد القياسي، وبالأخص إجراء اختبار ديكي فولر (Dicky -Fuller, 1979) واختبار فيليبس بارون (Phillips Parron, 1987). وتتوفر مثل هذه الدراسات لبعض أسواق الأسهم العربية ، التي أوضحت أن أسواق الأسهم الخليجية بالإضافة إلى أسواق القاهرة والإسكندرية، وتونس والدار البيضاء لا تتسم جميعها بالكفاءة حسب المفهوم الضعيف للكفاءة، الأمر الذي يحتم ضرورة تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر الرقابية في هذه الأسواق، وذلك بغية تحسين أدائها من حيث الكفاءة.

خامساً: خاتمة

للتعرف على كفاءة أسواق الأسهم العربية في توزيع الموارد المالية للقطاعات الإنتاجية، فقد تم استعراض الأطر التنظيمية والرقابية ومعايير الشفافية في أسواق الأسهم العربية.

بالرغم من الاختلاف في درجة تطور الأطر الرقابية والمؤسسية بين أسواق الأسهم العربية، إلا أن نتائج اختبار كفاءة أسواق الأسهم توضح بأن الأسواق العربية جميعها في حاجة ماسة لتطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، خاصة في ما يتعلق بحوكمة الشركات بغية تطوير متطلبات الشفافية وتقليل أثر المضاربات وأنشطة المتاجرة الداخلية السائدة في معظم الأسواق العربية.

يصبح التحدي الرئيسي الذي يواجه تطور الأسواق العربية هو ضرورة التعرف على المعايير العالمية المعتمدة بشأن متطلبات الشفافية وحوكمة الشركات، خاصة البنوك منها، وذلك بغرض تطوير مجموعة من القواعد والقوانين التي تتكيف وتتواءم مع البيئة التنظيمية والتجارية المحلية.

عموماً، يمكن حصر أهم المعوقات التي تقلل من فاعلية أسواق الأسهم العربية في الآتي:

- غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة. بالإضافة لغياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها كإحدى وحدات القطاع العام.
- غياب أو ضعف الإطار التشريعي، الذي يلزم الشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح، بخصوص معلوماتها المنشورة في التقارير المالية.
- عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية بخصوص الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات، وعدم توفر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حيادية واستقلالية.
- ضعف الآليات لإلزام الشركات المدرجة في الأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنتظمة.

المراجع العربية

إبراهيم أحمد أونور (2009)، "خصائص أسواق الأسهم العربية"، جسر التنمية، العدد الثمانون – فبراير 2009، المعهد العربي للتخطيط – الكويت.

أحمد البيطار (يناير 2002)، "المعالجات التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية"، صندوق النقد العربي – أبوظبي.

المراجع الانجليزية

Alexander S. (May 1961) “Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks”, Industrial Management Review, 2, pp 7- 26.

Baillie R. and McMahon (1999):The Foreign Exchange Market, Theory and Econometric Evidence.Cambridge University Press

Bekaert, G.; and Harvey, C.; (1995) “Time Varying World Market Integration”, Journal of Finance, 50, 403- 444.

Dicky, D.A; and Fuller W.A; (1981) “Liklihood Ratio Statistics For Autoregressive Time Series With a Unit Root”, Econometrica, Vol 49, pp. 1057 -1072.

Dicky, D.A; and Fuller W.A; (1979) “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root”, Journal of American Statistical Association, 74, 427- 431.

DeJong, D.; Nankervis, J.; Savin, N.; and Whiteman, C.; (1992a) “Integration Versus Trend Stationarity in Macroeconomic Time Series”, Econometrica, 60, 423- 434.

Kwiatkowski, D.; Phillips, P.; Schmidt, P.; and Shin, Y.; (1992) “ Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternatives of a Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have a Unit Root?”, Journal of Econometrics, 54, 159- 178.

Ng, S.; Perron, P.; (1993b), Unit Root Tests in ARMA Models with Data Dependent Methods for The Selection of the Truncation Lag, (Manuscript), C.R.D.E., University of Montreal, Quebec.

Lo, A.W., and Mackinlay A.C.;, (1988b) “Stock Market Prices do not Follow Random Walks: Evidence from Simple Specification Test”, Review of Financial Studies, 1:1,pp 41- 66 .

Fama, E., (1965) “The Behavior of Stock Market Prices”, Journal of Business, vol., 38, 34105-.

Fama E., and Blume M., (1966) “Filter Rules and Stock Market Trading”, Journal of Business 39, pp 226 -241 .

Richard L.Mills (1977): Statistics for Applied Economics and Business. McGraw-Hill.

Phillips, P.(1988) “Trends and Random Walks In MacroeconomicTime Series”, Journal of Economic Dynamics and Control, Vol.12, pp. 297 -332.

Phillips, P., (1987), “Time Series Regression With a Unit Root”, Econometrica, Vol 55, pp. 277 -301.

Samuelson P., (1998) “Summing up on Business Cycles: Openning Address”, in Jeffrey C., and Scott S., Beyond Shocks: What Causes Business Cycles, Boston: Fedral Reserve Bank of Boston.

Teweles R.; Bradley E.; and Teweles T. (1992):The Stock Market, 6th ed., Westen Wiley.

Whistler, D., White, K., Wong, D., and Bates, D.,: Shazam Software, and Users Reference Manual, Version 10, Northwest Econometrics, Ltd.

قائمة إصدارات ((جسر التنمية))

العنوان	المؤلف	رقم العدد
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الاول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. احمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبدالقادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	أ. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	أ. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الارقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	أ. حسان خضر	التاسع
جداول المخلات المخرجات	د. أحمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. احمد الكواز	الحادي عشر
إدارة المشاريع	أ. جمال حامد	الثاني عشر
الاصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
أساليب التنبؤ	أ. جمال حامد	الرابع عشر
الادوات المالية	د. رياض دهال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	أ. حسن الحاج	السادس عشر
الإصلاح المصرفي	د. ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنى التحتية	أ. حسان خضر	الثامن عشر
الارقام القياسية	أ. صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	أ. جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	أ. صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والعشرون
سياسات أسعار الصرف	د. بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د. محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د. مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	أ. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الاسواق المالية	أ. حسان خضر	السابع والعشرون
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون
الازمات المالية	د. ناجي التوني	التاسع والعشرون
إدارة الديون الخارجية	د. بلقاسم العباس	الثلاثون
التصحيح الهيكلي	د. بلقاسم العباس	الواحد والثلاثون
نظم البناء والتشغيل والتحويل B.O.T	د. امل البشبيشي	الثاني والثلاثون
الاستثمار الاجنبي المباشر: تعاريف	أ. حسان خضر	الثالث والثلاثون
محددات الاستثمار الاجنبي المباشر	د. علي عبدالقادر علي	الرابع والثلاثون
نمذجة التوازن العام	د. مصطفى بابكر	الخامس الثلاثون
النظام الجديد للتجارة العالمية	د. أحمد الكواز	السادس الثلاثون
منظمة التجارة العالمية: إنشاؤها وآلية عملها	د. عادل محمد خليل	السابع والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: أهم الإتفاقيات	د. عادل محمد خليل	الثامن والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: آفاق المستقبل	د. عادل محمد خليل	التاسع والثلاثون
النمذجة الإقتصادية الكلية	د. بلقاسم العباس	الاربعون
تقييم المشروعات الصناعية	د. احمد الكواز	الواحد الاربعون
مؤسسات والتنمية	د. عماد الامام	الثاني الإربعون
التقييم البيئي للمشاريع	أ. صالح العصفور	الثالث الإربعون
مؤشرات الجدارة الإئتمانية	د. ناجي التوني	الرابع الاربعون

الدمج المصرفي	أ. حسّان خضر	الخامس الأربعون
اتخاذ القرارات	أ. جمال حامد	السادس الاربعون
الإرتباط والانحدار البسيط	أ. صالح العصفور	السابع الإربعون
أدوات المصرف الإسلامي	ا. حسن الحاج	الثامن الإربعون
البيئة والتجارة والتنافسية	د. مصطفى بابكر	التاسع الاربعون
الاساليب الحديثة لتنمية الصادرات	د. مصطفى بابكر	الخمسون
الاقتصاد القياسي	د. بلقاسم العباس	الواحد والخمسون
التصنيف التجاري	أ. حسّان خضر	الثاني والخمسون
أساليب التفاوض التجاري الدولي	أ. صالح العصفور	الثالث والخمسون
مصفوفة الحسابات الاجتماعية وبعض استخداماتها	د. أحمد الكواز	الرابع والخمسون
منظمة التجارة العالمية: من الدوحة إلى هونج كونج	د. أحمد طلفاح	الخامس والخمسون
تحليل الاداء التنموي	د. علي عبد القادر علي	السادس والخمسون
أسواق النفط العالمية	أ. حسّان خضر	السابع والخمسون
تحليل البطالة	د. بلقاسم العباس	الثامن والخمسون
المحاسبة القومية الخضراء	د. احمد الكواز	التاسع والخمسون
مؤشرات قياس المؤسسات	د. علي عبدالقادر علي	الستـون
الإنتاجية وقياسها	د. مصطفى بابكر	الواحد والستون
نوعية المؤسسات والأداء التنموي	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والستون
عجز الموازنة: المشكلات والحلول	د. حسن الحاج	الثالث والستون
تقييم برامج الإصلاح الاقتصادي	د. علي عبد القادر علي	الرابع والستون
حساب فجوة الاهداف الإنمائية للألفية	د. رياض بن جليلي	الخامس والستون
مؤشرات قياس عدم العدالة في توزيع الإنفاق الاستهلاكي	د. علي عبدالقادر علي	السادس والستون
اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات	أ. عادل عبدالعظيم	السابع والستون
اقتصاديات التعليم	د. عدنان وديع	الثامن والستون
إخفاق آلية الاسواق وتدخل الدولة	د. أحمد الكواز	التاسع والستون
مؤشرات قياس الفساد الإداري	د. علي عبدالقادر علي	السبعون
السياسات التنموية	د. أحمد الكواز	الواحد والسبعون
تمكين المرأة: المؤشرات والأبعاد التنموية	د. رياض بن جليلي	الثاني والسبعون
التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي	د. احمد الكواز	الثالث والسبعون
قياس التحوّل الهيكلي	أ. ربيع نصر	الرابع والسبعون
المؤشرات المركبة	د. بلقاسم العباس	الخامس والسبعون
التطورات الحديثة في الفكر الاقتصادي التنموي	د. علي عبدالقادر علي	السادس والسبعون
برامج الإصلاح المؤسسي	د. رياض بن جليلي	السابع والسبعون
المساعدات الخارجية من أجل التنمية	د. بلقاسم العباس	الثامن والسبعون
قياس معدلات العائد على التعليم	د. علي عبدالقادر علي	التاسع والسبعون
خصائص أسواق الاسهم العربية	د.إبراهيم أونور	الثمانون
التجارة الخارجية والتكامل الاقتصادي الإقليمي	د.أحمد الكواز	الواحد والثمانون
النمو الاقتصادي المحابي للفقراء	د.علي عبدالقادر علي	الثاني والثمانون
سياسات تطوير القدرة التنافسية	د. رياض بن جليلي	الثالث والثمانون
عرض العمل والسياسات الاقتصادية	د. وشاح رزاق	الرابع والثمانون
دور القطاع التمويلي في التنمية	د. وليد عبد مولاه	الخامس والثمانون
تطور أسواق المال والتنمية	د. إبراهيم أونور	السادس والثمانون

بطالة الشباب	د. وليد عبد مولاه	السابع والثمانون
الاستثمارات البينية العربية	د. بلقاسم العباس	الثامن والثمانون
فعالية أسواق الاسهم العربية	**د. إبراهيم اونور**	**التاسع والثمانون**

العدد المقبل

المسئولية الاجتماعية للشركات ودورها في التنمية في الدول العربية	**د. حسين الأسرج**	**التسعون**

للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي:

http://www.arab-api.org/develop_1.htm



P.O.Box : 5834 Safat 13059 State of Kuwait
Tel : (965) 24843130 - 24844061 - 24848754
Fax : 24842935



المعهــد العربـي للتخطيـط بالكويـــت

ص.ب : 5834 الصفاة 13059 - دولة الكويت
هاتف : 24848754 - 24844061 - 24843130 - (965)
فاكس : 24842935

E-mail : api@api.org.kw
web site : http //www.arab-api.org